

中小型

アクション / 業績変更

フェローテックホールディングス (6890)

Buy

Buy 継続：パワー半導体の成長と日本、マレーシアでの生産拠点拡充を評価する

投資アクション（目標株価、業績予想）

業況等を踏まえ弊社営業利益予想を修正する。目標株価 4,700 円（従来 4,600 円）へ引き上げレーティングは Buy を継続する。

目標株価：4,600 円 → 4,700 円

潜在リターン：+79.5%

投資判断理由

パワー半導体用基板及び半導体マテリアルの中長期的な成長性、マレーシアや熊本での製造施設建設、増配による株主還元の強化、子会社上場による保有株式価値の顕在化への期待などを踏まえると、株価の上昇余地は大きいと弊社では判断しレーティングは Buy を継続する。

株価は中計最終年度目標を大幅に上回る 23/3 期計画を好感し上昇（5月16日終値 2,447 円→5月18日高値 3,110 円）した後、不安定な外部環境等の影響から下落した（5月25日終値 2,619 円）。今後は5月30日の説明動画配信での中期経営計画の見直し、今秋予定の子会社上場、良好な決算進捗等を契機に株価の上昇を予想する。

| | |
|--------------------|-----------------|
| 主要市場 | スタンダード |
| 株価 (5/25) | 2,619 円 |
| 52 週高安 | 4,460 - 2,012 円 |
| 発行済株式数 | 44,645 千株 |
| 時価総額 | 117 十億円 |
| 1 日平均売買代金 (過去 1 年) | 5,305 百万円 |
| ベータ | 1.43 |
| ROE (23/3E) | 12.5% |
| 株主資本比率 (23/3E) | 48.5% |
| 予想配当利回り (23/3E) | 2.7% |
| 外国人持株比率 (21/9) | 30.9% |



長谷川 義人
シニアアナリスト

カタリストとリスク

株価上昇カタリストはアジアや日本など中国以外での事業規模拡大、国際情勢の安定化、世界的なパワー半導体市場成長、半導体マテリアル事業に対する安定性と成長性、収益性に対する評価向上、子会社上場等に伴う企業価値の顕在化や資金調達が多様化、財務体質の更なる改善、日米中国の半導体製造装置メーカーに対する事業機会への評価、増配、自己株式取得等の株主還元強化、新たな M&A や提携、事業構造や財務体質の改善への評価、TOB、ガバナンス改善、プライムへの市場変更等。株価下落リスクは子会社上場の延期や中止、成長期待が高く収益貢献度の高い子会社持分低下に伴う非支配株主持分への利益流出やホールディングスの空洞化、地政学的リスクの高まり、増資先の様々なリスクや増資手法に対するレピュテーション低下、株式希薄化を伴う資金調達、環境規制等による悪影響、訴訟、経営体制の変化、景況感悪化等。

バリュエーション

目標株価 4,700 円は 24/3 期予想 EPS448.9 円（従来 412.3 円、期末株数ベース）と妥当 PER10.4 倍（従来 11.1 倍）より算出。従来同様、妥当 PER は概ねレンジで推移してきた過去 3 年平均予想 PER を参考に設定。

| <連結> 決算期 | 売上高 | | 営業利益 | | 経常利益 | | 当期利益 | | EPS 円 | 1株配当 円 | PER 倍 | PBR 倍 |
|-------------|---------|------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|----------|-----------|----------|----------|
| | 百万円 | 前年比% | 百万円 | 前年比% | 百万円 | 前年比% | 百万円 | 前年比% | | | | |
| 21/3 | 91,313 | 11.9 | 9,641 | 60.3 | 8,228 | 93.0 | 8,281 | 363.9 | 222.9 | 30.0 | - | - |
| 22/3 | 133,821 | 46.6 | 22,600 | 134.4 | 25,994 | 215.9 | 26,659 | 221.9 | 668.1 | 50.0 | - | - |
| 23/3 新予 | 178,000 | 33.0 | 30,000 | 32.7 | 29,000 | 11.6 | 17,800 | -33.2 | 399.5 | 70.0 | 6.6 | 0.76 |
| 旧予 | 145,000 | 8.4 | 26,800 | 18.6 | 26,400 | 1.6 | 16,600 | -37.7 | 372.6 | 56.0 | 7.0 | - |
| コンセンサス | 142,000 | 6.1 | 24,400 | 8.0 | 23,400 | -10.0 | 15,400 | -42.2 | 345.7 | - | 7.6 | - |
| 会予 | 180,000 | 34.5 | 30,000 | 32.7 | 28,000 | 7.7 | 17,000 | -36.2 | 380.8 | 70.0 | 6.9 | - |
| 24/3 新予 | 207,000 | 16.3 | 34,000 | 13.3 | 33,000 | 13.8 | 20,000 | 12.4 | 448.9 | 81.0 | 5.8 | 0.68 |
| 旧予 | 163,000 | 12.4 | 31,000 | 15.7 | 30,800 | 16.7 | 18,300 | 10.2 | 410.8 | 62.0 | 6.4 | - |
| コンセンサス | 154,000 | 8.5 | 26,800 | 9.8 | 25,900 | 10.7 | 17,000 | 10.4 | 381.6 | - | 6.9 | - |
| 25/3 新予 | 236,000 | 14.0 | 39,000 | 14.7 | 38,000 | 15.2 | 22,400 | 12.0 | 502.8 | 93.0 | 5.2 | 0.62 |

(出所) 会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

(注 1) 予想 EPS、1 株配当、PER は予想期中平均株数ベース、予想 PBR は予想期末株数ベースで計算。過去実績は決算短信ベースで過及調整は行わない(注 2) コンセンサスは IFIS コンセンサス

図表1：フェローテックホールディングス（6890）財務諸表（連結）（百万円）

| 決算期 | 21/3 | 22/3 | 23/3E | 24/3E | 25/3E |
|------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| P/L | | | | | |
| 売上高 | 91,313 | 133,821 | 178,000 | 207,000 | 236,000 |
| 売上総利益 | 30,782 | 48,677 | 65,700 | 74,900 | 85,200 |
| 販管費 | 21,142 | 26,076 | 35,700 | 40,900 | 46,200 |
| 営業利益 | 9,641 | 22,600 | 30,000 | 34,000 | 39,000 |
| 経常利益 | 8,228 | 25,994 | 29,000 | 33,000 | 38,000 |
| 税引利益 | 11,288 | 33,648 | 29,000 | 33,000 | 38,000 |
| 法人税等 | 3,340 | 5,734 | 9,000 | 10,200 | 11,800 |
| 実効税率（%） | 29.6 | 17.0 | 31.0 | 30.9 | 31.1 |
| 当期純利益 | 8,281 | 26,659 | 17,800 | 20,000 | 22,400 |
| EBITDA | 18,796 | 30,685 | 41,000 | 48,000 | 56,000 |

前年比（%）

| | | | | | |
|--------|-------|-------|-------|------|------|
| 売上高 | 11.9 | 46.6 | 33.0 | 16.3 | 14.0 |
| 営業利益 | 60.3 | 134.4 | 32.7 | 13.3 | 14.7 |
| 経常利益 | 93.0 | 215.9 | 11.6 | 13.8 | 15.2 |
| 税引利益 | 218.8 | 198.1 | -13.8 | 13.8 | 15.2 |
| 当期純利益 | 363.9 | 221.9 | -33.2 | 12.4 | 12.0 |
| EBITDA | 38.1 | 63.3 | 33.6 | 17.1 | 16.7 |

売上高比（%）

| | | | | | |
|--------|------|------|------|------|------|
| 売上総利益 | 33.7 | 36.4 | 36.9 | 36.2 | 36.1 |
| 販管費 | 23.2 | 19.5 | 20.1 | 19.8 | 19.6 |
| 営業利益 | 10.6 | 16.9 | 16.9 | 16.4 | 16.5 |
| 経常利益 | 9.0 | 19.4 | 16.3 | 15.9 | 16.1 |
| 税引利益 | 12.4 | 25.1 | 16.3 | 15.9 | 16.1 |
| 当期純利益 | 9.1 | 19.9 | 10.0 | 9.7 | 9.5 |
| EBITDA | 20.6 | 22.9 | 23.0 | 23.2 | 23.7 |

投資関連

| | | | | | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 設備投資 | 14,297 | 33,826 | 40,000 | 30,000 | 30,000 |
| 減価償却費 | 9,155 | 8,085 | 11,000 | 14,000 | 17,000 |
| 研究開発費 | 4,439 | 5,200 | 6,000 | 7,000 | 8,000 |

B/S

| | | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流動資産合計 | 88,024 | 133,414 | 156,613 | 169,797 | 184,363 |
| 手元流動性 | 30,202 | 52,579 | 51,492 | 49,149 | 48,413 |
| 売掛債権 | 32,201 | 41,797 | 54,296 | 62,242 | 70,061 |
| 棚卸資産 | 17,072 | 28,436 | 37,024 | 42,656 | 48,232 |
| その他流動資産 | 8,549 | 10,602 | 13,802 | 15,751 | 17,657 |
| 固定資産合計 | 89,367 | 131,358 | 160,956 | 177,556 | 191,156 |
| 有形固定資産 | 53,146 | 84,083 | 113,083 | 129,083 | 142,083 |
| 無形固定資産 | 1,966 | 1,996 | 1,996 | 1,996 | 1,996 |
| 投資その他資産 | 34,255 | 45,279 | 45,877 | 46,477 | 47,077 |
| 資産合計 | 177,392 | 264,772 | 317,569 | 347,353 | 375,519 |
| 流動負債合計 | 58,978 | 68,800 | 82,991 | 97,578 | 101,960 |
| 短期有利子負債 | 17,407 | 14,825 | 15,000 | 20,000 | 15,000 |
| 買掛債務 | 20,269 | 30,770 | 40,384 | 47,105 | 53,373 |
| その他流動負債 | 21,302 | 23,205 | 27,606 | 30,474 | 33,588 |
| 固定負債合計 | 40,174 | 35,014 | 45,394 | 40,908 | 42,102 |
| 長期有利子負債 | 30,221 | 22,736 | 30,000 | 24,000 | 24,000 |
| その他固定負債 | 9,953 | 12,278 | 15,394 | 16,908 | 18,102 |
| 負債合計 | 99,152 | 103,814 | 128,385 | 138,487 | 144,062 |
| 純資産合計 | 78,239 | 160,957 | 189,184 | 208,866 | 231,457 |
| 株主資本 | 67,094 | 131,024 | 153,946 | 170,828 | 189,619 |
| 負債合計+純資産合計 | 177,392 | 264,772 | 317,569 | 347,353 | 375,519 |

C/F

| | | | | | |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 営業CF | 13,217 | 17,833 | 19,485 | 29,661 | 36,080 |
| 投資CF | -20,879 | -29,399 | -39,400 | -29,400 | -29,400 |
| FCF | -7,662 | -11,566 | -19,915 | 261 | 6,680 |
| 財務CF | 21,694 | 30,601 | 18,828 | -2,604 | -7,415 |
| 現預金増減 | 14,208 | 22,376 | -1,087 | -2,343 | -736 |

比率分析（%）

| | | | | | |
|-------------|------|-------|------|------|------|
| ROA | 4.5 | 12.1 | 6.1 | 6.0 | 6.2 |
| ROE | 14.3 | 26.9 | 12.5 | 12.3 | 12.4 |
| 自己資本比率 | 37.8 | 49.5 | 48.5 | 49.2 | 50.5 |
| DE レシオ（ネット） | 26.0 | -11.5 | -4.2 | -3.0 | -5.0 |

1株あたり指標

| | | | | | |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| EPS（円） | 222.9 | 668.1 | 399.5 | 448.9 | 502.8 |
| BPS（円） | 1,803.0 | 2,940.9 | 3,455.5 | 3,834.4 | 4,256.2 |
| DPS（円） | 30.0 | 50.0 | 70.0 | 81.0 | 93.0 |
| 配当性向（%） | 13.5 | 7.5 | 17.5 | 18.0 | 18.5 |

（出所）会社資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱UFJモルガン・スタンレー証券

（注1）予想EPS、DPSは予想期中平均株数ベース、予想BPSは予想期末株数ベースで計算。過去実績は決算短信ベースで遡及調整は行わない

【会社概要】

1980年、フェローフルイディスク社がコンピュータシール真空シール、磁性流体の輸入販売を目的に日本フェローフルイディスクとして設立。1991年に米国、1992年に中国杭州に子会社設立し海外展開を開始。1999年にフェローフルイディスク社を公開買付けにより買収し子会社化。その後もM&A、中国国内での工場建設を積極的に進め業容を拡大。現在は半導体等装置関連、電子デバイス等を展開する。

【中期経営計画、24/3期】

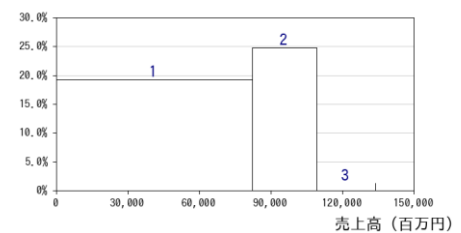
- 売上高 1,500億円
- 営業利益 250億円
- 当期純利益 150億円
- ROE 15%
- ROIC 8%

【業績変動要因】

- 国内外の半導体の設備投資及び生産、技術動向
- 5G普及、データセンター投資増加等の動向
- 電動車、パワー半導体等の需要動向
- 為替変動、M&A、TOB、地政学リスクの変化
- 子会社の増資や持分比率の変化等

【セグメント別構成比、22/3期】

営業利益率



- （凡例）
- 半導体等装置関連事業
 - 電子デバイス事業
 - その他

【大株主構成、21/9末】

- JP MORGAN CHASE BANK 385632 3.60%
- 日本カストディ銀行（信託口） 3.45%
- 日本マスタートラスト信託銀行（信託口） 2.52%
- 上田八木短資 2.47%
- RBC IST 15 PCT LENDING ACCOUNT—CLIENT ACCOUNT 2.28%

22/3期実績22/3期営業利益 226 億円
(前年比約 2.3 倍)

22/3 期は売上高 1,338 億円（前年比 47%増、会社計画 1,250 億円、弊社予想 1,270 億円）、営業利益 226 億円（同 134%増、同 225 億円、同 225 億円）。

前年対比は半導体等装置関連部門（以下半導体部門）、電子デバイス部門における増収効果に加え、ウエハ子会社 3 社を非連結化したことによる償却費等の減少が寄与。中国国内で事業展開している半導体製造装置などの精密部品洗浄サービス事業は活発な需要状況の中、サービス拠点の増加も貢献し順調に推移したほか、半導体マテリアル製品（石英製品・セラミックス・シリコンパーツ等）は設備投資の伸びに加え、デバイスメーカーの高水準な設備稼働率を背景とした交換需要を取り込み伸長。電子デバイス部門ではパワー半導体用基板が IGBT 向け DCB 基板の需要増を取り込んだことに加え、車載向けの AMB 基板の量産拡大などにより大幅増収となった。

4Q（1-3 月）は売上高 398.4 億円（3Q341.55 億円）、営業利益 64.16 億円（同 54.51 億円）、販売管理費 76.38 億円（同 69.33 億円）。3Q 比は石英製品やシリコンパーツ等の半導体マテリアル、サーモモジュールやパワー半導体基板等の増収効果やメッキ事業撤退等に関連する諸費用減少などで販売管理費等の増加影響を吸収し増収増益。

会社計画1 ドル 118 円前提で、23/3
期計画は昨年 5 月公表の中
計最終年度を上回る

23/3 期計画は売上高 1,800 億円（前年比 35%増）、営業利益 300 億円（同 33%増）。昨年 5 月開示した中計目標の 23/3 期売上高 1,250 億円、営業利益 190 億円は当然のこと、最終年度である 24/3 期売上高 1,500 億円、営業利益 250 億円をも上回る計画。

半導体等装置関連部門は真空シール及び金属受託加工、半導体マテリアル製品に対する製造装置メーカーからの強い増産要請を受けていること、また年後半には増産投資を実施している製造拠点の収益貢献が加わることなどから伸長するとしている。電子デバイス部門では主力のサーモモジュールを移動体通信や医療分野民生品への用途展開を進め拡販する方針。パワー半導体用基板は電動車の普及、省電力機器の伸長などのトレンドは継続することで需要拡大を想定している。そうした中で同社は新工場建設を含む増産投資と材料に関する研究開発を意欲的に進めるとしている。

相次ぐ中国以外での製造
拠点の建設計画

5 月 18 日、マレーシア投資開発庁（MIDA）の支援を受け同国ケダ州に半導体関連の新たな製造施設の建設を発表した。操業開始は 2023 年を予定。5 月 23 日、熊本県に半導体マテリアル製品等の新工場建設するため、大津町と立地協定を締結。約 48 億円を投資し、2024 年 6 月に操業開始を予定している。

弊社予想23/3 期営業利益予想
268 億円→300 億円

23/3 期弊社予想を売上高 1,780 億円（従来 1,450 億円）、営業利益 300 億円（同 268 億円）へ修正する。同社を取り巻く事業環境を勘案し、シリコンパーツやセラミックス等の半導体マテリアルやパワー半導体基板の需要想定を引き上げ上方修正する。

24/3 期営業利益予想
310 億円→340 億円

24/3 期弊社予想を売上高 2,070 億円（従来 1,630 億円）、営業利益 340 億円（310 億円）へ修正する。生産能力の拡大、日米中の主要製造装置メーカーを顧客基盤とする同社のポジションや、省エネ、再エネ普及加速等の事業環境等を勘案し半導体マテリアルやパワー半導体用基板等の需要拡大加速などを見込み業績予想を引き上げる。

25/3 期営業利益予想
390 億円（前年比 15%増）

25/3 期弊社予想は売上高 2,360 億円（前年比 14%増）、営業利益 390 億円（同 15%増）。中国での増産に加え、マレーシアや日本での能力増強等による半導体等装置関連需要を獲得し、パワー半導体は戦略的な能力増強等で事業拡大を予想する。

リスク

中国における事業展開で生じるリスク

同社は有価証券報告書において事業等のリスクとして、エレクトロニクス産業の製品需給動向及び設備投資動向、自動車産業における新車販売台数の影響、原材料の市況状況や技術革新、需給ひっ迫等による調達難、中国における事業展開、債権回収や為替相場の変動(会社試算は1円円高で売上高約10億円、営業利益0.8億円の減少要因)、株価及び金利の変動、減損会計等を挙げている。

弊社が注視する中国における事業展開では、投資・税制・通貨管理・貿易・環境・労務に関する法令や規制等の変更、政治的、経済的リスク、その他の社会的リスクが顕在化することなどを挙げている。リスクが顕在化する可能性については中国単独だけでなく、世界各国と中国の関係変化によるケースや、中国政府の政策等に対しても随時発生し得ると会社側では認識している。リスクへの対応策は法令遵守や規制に適合した施策を着実に実施するほか、現地法人の所属する各地方政府との関係を友好的に保ち、早期の情報収集、対策に係る指導を受けるよう努めているほか、毎月、リスク管理委員会を開催し中国子会社よりリスク情報の報告を受けている。

有形固定資産の多くが中国

21/3期末の有形固定資産531億円(20/3期1,108億円)の地域別内訳は、中国約441億円(同1,019億円、構成比約83%)、日本約73億円(同74億円)。ウエハ3社の非連結化等で減少したが、中国比率は依然として高い。尚、ウエハ3社への持分法投資残高は約172億円で関係会社株式約233億円の過半を占める。21/3期売上高913億円(20/3期816億円)の内訳は日本129億円(同147億円)、中国398億円(同350億円)、米国279億円(同215億円)、その他108億円(同104億円)。主要顧客のLAM RESEARCH CORPORATION向け21/3期売上高は110.6億円であった。

現在、主力とする半導体材料等の事業は、中国域外の半導体製造装置や検査装置、治具メーカーや半導体デバイスメーカーを主たる納入先とする。近年は、中国での半導体国産化施策により中国国内向けビジネスも増加しているが、中国域外に強固な顧客基盤を有しているのが現状だ。その為、地政学リスクの高まり及び、半導体関連ビジネスにおいて生産や販売活動に関し、様々制約が生じる可能性には絶えず注意が必要と考える。また、昨今、中国の株式市場で子会社上場を目指す動きを活発化させているが、その際の第三者割当増資等の相手先の属性にも、米国を始めとする諸外国の企業と取引している以上、細心の注意を払う必要があるとみる。

取締役会

現在、取締役会は代表取締役社長兼グループCEO 賀賢漢氏(1957年10月生まれ)が議長を務め、その他メンバーは代表取締役会長 山村章氏(1944年4月生まれ)、代表取締役副社長 山村丈氏(1971年2月生まれ)、取締役 若木啓男氏、取締役 鈴木孝則氏、取締役 宮永英治氏、社外取締役 柳澤邦昭氏、社外取締役 岡田達雄氏、社外取締役 下岡郁氏の9名で構成する。代表取締役会長の山村氏は同社創業者で84.3万株(21/3期末、自己株式を除く所有株式比率は2.26%)を保有する。

代表取締役社長兼グループCEO 賀氏

代表取締役社長兼グループCEO 賀氏は2020年7月に現職に就任。社長就任後に賀氏が打ち出した、上場を視野に入れたウエハ子会社の非連結化、その他子会社の第三者割当増資等により財務体質は改善し、半導体市場の成長を取り込む迅速な経営判断および執行により業績は上向いている。他方、上場を目指す子会社の株式発行を伴う資金調達は親会社の持株比率を低下させるため、非支配株主持分への利益流出、さらには親会社の支配力低下により企業価値の空洞化(事業持ち株会社から金融持株会社へ)に繋がり得る点には注意を払いたい。役員報酬の推移は図表9参照。

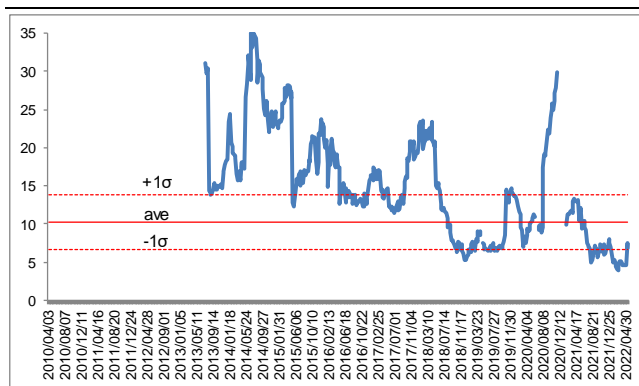
図表 2：フェローテックホールディングス (6890) 損益計算書

| ■連結損益計算書 (単位：百万円) | 2021/3 | | | | | 2022/3 | | | | | ▼半期 | | | | ▼四半期 | | | | |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|----------|--------|---------|---------|-----------|---------|--|
| | 2021/3 | 2022/3 | 23/3E | 24/3E | 25/3E | 23/3CE | 21/9上 | 22/3下 | 22/9上CE | 23/3下CE | 4-6/21 | 7-9/21 | 10-12/21 | 1-3/22 | 4-6/22E | 7-9/22E | 10-12/22E | 1-3/23E | |
| 売上高・営業収益 | 91,313 | 133,821 | 178,000 | 207,000 | 236,000 | 180,000 | 59,826 | 73,995 | 84,000 | 96,000 | 27,659 | 32,167 | 34,155 | 39,840 | 39,400 | 43,600 | 46,400 | 48,600 | |
| 売上原価・営業原価 | 60,530 | 85,143 | 112,300 | 132,100 | 150,800 | 113,605 | 37,588 | 47,555 | 53,365 | 60,240 | 17,291 | 20,297 | 21,772 | 25,784 | 25,300 | 27,500 | 29,600 | 29,900 | |
| 売上総利益 | 30,782 | 48,677 | 65,700 | 74,900 | 85,200 | 66,395 | 22,239 | 26,438 | 30,635 | 35,760 | 10,369 | 11,870 | 12,383 | 14,055 | 14,100 | 16,100 | 16,800 | 18,700 | |
| 販売費及び一般管理費 | 21,142 | 26,076 | 35,700 | 40,900 | 46,200 | 36,395 | 11,505 | 14,571 | 16,635 | 19,760 | 5,551 | 5,954 | 6,933 | 7,638 | 7,500 | 8,700 | 9,000 | 10,500 | |
| 営業利益 | 9,641 | 22,600 | 30,000 | 34,000 | 39,000 | 30,000 | 10,733 | 11,867 | 14,000 | 16,000 | 4,817 | 5,916 | 5,451 | 6,416 | 6,600 | 7,400 | 7,800 | 8,200 | |
| 営業外収益 | 1,610 | 4,636 | 2,000 | 1,000 | 1,000 | | 2,284 | 2,352 | | | 1,941 | 343 | 852 | 1,501 | 1,200 | 300 | 200 | 300 | |
| 営業外費用 | 3,023 | 1,243 | 3,000 | 2,000 | 2,000 | | 524 | 719 | | | 250 | 274 | 607 | 112 | 1,000 | 500 | 500 | 1,000 | |
| 経常利益 | 8,228 | 25,994 | 29,000 | 33,000 | 38,000 | 28,000 | 12,493 | 13,501 | 13,000 | 15,000 | 6,508 | 5,985 | 5,695 | 7,806 | 6,800 | 7,200 | 7,500 | 7,500 | |
| 特別利益 | 5,544 | 9,421 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | | 9,340 | 81 | | | 5,332 | 4,008 | 14 | 67 | 100 | 200 | 100 | 600 | |
| 特別損失 | 2,484 | 1,767 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | | 1,162 | 605 | | | 1,096 | 66 | 20 | 584 | 100 | 200 | 100 | 600 | |
| 税引前当期純利益 | 11,288 | 33,648 | 29,000 | 33,000 | 38,000 | | 20,671 | 12,977 | | | 10,744 | 9,926 | 5,689 | 7,288 | 6,800 | 7,200 | 7,500 | 7,500 | |
| 法人税等 | 3,340 | 5,734 | 9,000 | 10,200 | 11,800 | | 3,057 | 2,677 | | | 1,601 | 1,456 | 1,184 | 1,494 | 2,100 | 2,200 | 2,300 | 2,400 | |
| 非支配株主損益 | -333 | 1,254 | 2,200 | 2,800 | 3,800 | | 345 | 909 | | | 65 | 280 | 328 | 580 | 500 | 600 | 600 | 500 | |
| 当期純利益 | 8,281 | 26,659 | 17,800 | 20,000 | 22,400 | 17,000 | 17,269 | 9,390 | 7,800 | 9,200 | 9,079 | 8,190 | 4,177 | 5,213 | 4,200 | 4,400 | 4,600 | 4,600 | |
| 構成比 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 売上高 | 66.3% | 63.6% | 63.1% | 63.8% | 63.9% | 63.1% | 62.8% | 64.3% | 63.5% | 62.8% | 62.5% | 63.1% | 63.7% | 64.7% | 64.2% | 63.1% | 63.8% | 61.5% | |
| 売上総利益 | 33.7% | 36.4% | 36.9% | 36.2% | 36.1% | 36.9% | 37.2% | 35.7% | 36.5% | 37.3% | 37.5% | 36.9% | 36.3% | 35.3% | 35.8% | 36.9% | 36.2% | 38.5% | |
| 販売費及び一般管理費 | 23.2% | 19.5% | 20.1% | 19.8% | 19.6% | 20.2% | 19.2% | 19.7% | 19.8% | 20.6% | 20.1% | 18.5% | 20.3% | 19.2% | 19.0% | 20.0% | 19.4% | 21.6% | |
| 営業利益 | 10.6% | 16.9% | 16.9% | 16.4% | 16.5% | 16.7% | 17.9% | 16.0% | 16.7% | 16.7% | 17.4% | 18.4% | 16.0% | 16.1% | 16.8% | 17.0% | 16.8% | 16.9% | |
| 経常利益 | 9.0% | 19.4% | 16.3% | 15.9% | 16.1% | 15.6% | 20.9% | 18.2% | 15.5% | 15.6% | 23.5% | 18.6% | 16.7% | 19.6% | 17.3% | 16.5% | 16.2% | 15.4% | |
| 当期利益 | 9.1% | 19.9% | 10.0% | 9.7% | 9.5% | 9.4% | 28.9% | 12.7% | 9.3% | 9.6% | 32.8% | 25.5% | 12.2% | 13.1% | 10.7% | 10.1% | 9.9% | 9.5% | |
| 増減率 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 売上高 | 12% | 47% | 33% | 16% | 14% | 35% | 44% | 49% | 40% | 30% | 35% | 53% | 37% | 61% | 42% | 36% | 36% | 22% | |
| 営業利益 | 60% | 134% | 33% | 13% | 15% | 33% | 174% | 107% | 30% | 35% | 209% | 151% | 133% | 89% | 37% | 25% | 43% | 28% | |
| 経常利益 | 93% | 216% | 12% | 14% | 15% | 8% | 342% | 150% | 4% | 11% | 1056% | 165% | 94% | 216% | 4% | 20% | 32% | -4% | |
| 当期利益 | 364% | 222% | -33% | 12% | 12% | -36% | 24252% | 14% | -55% | -2% | - | 601% | -35% | 194% | -54% | -46% | 10% | -12% | |
| 増減額 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 売上高 | 9,699 | 42,508 | 44,179 | 29,000 | 29,000 | 46,179 | 18,231 | 24,277 | 24,174 | 22,005 | 7,133 | 11,098 | 9,210 | 15,067 | 11,741 | 11,433 | 12,245 | 8,760 | |
| 営業利益 | 3,628 | 12,959 | 7,400 | 4,000 | 5,000 | 7,400 | 6,820 | 6,139 | 3,267 | 4,133 | 3,257 | 3,564 | 3,115 | 3,024 | 1,783 | 1,484 | 2,349 | 1,784 | |
| 経常利益 | 3,964 | 17,766 | 3,006 | 4,000 | 5,000 | 2,006 | 9,668 | 8,098 | 507 | 1,499 | 5,945 | 3,723 | 2,761 | 5,337 | 292 | 1,215 | 1,805 | -306 | |
| 当期利益 | 6,496 | 18,378 | -8,859 | 2,200 | 2,400 | -9,659 | 17,198 | 1,180 | -9,469 | -190 | 10,175 | 7,023 | -2,262 | 3,443 | -4,879 | -3,790 | 423 | -613 | |
| 営業外収支 | -1,413 | 3,394 | -1,000 | -1,000 | -1,000 | -2,000 | 1,760 | 1,634 | -1,000 | -1,000 | 1,691 | 69 | 244 | 1,390 | 200 | -200 | -300 | -700 | |
| 金融収支 | -1,320 | -557 | -600 | -600 | -600 | | -215 | -342 | | | -81 | -135 | -201 | -140 | -150 | -150 | -150 | -150 | |
| EPS (円) | 185.9 | 598.4 | 399.5 | 448.9 | 502.8 | 381.6 | 387.6 | 210.8 | 175.1 | 206.5 | 203.8 | 183.8 | 93.8 | 117.0 | 94.3 | 98.8 | 103.3 | 103.3 | |
| DPS (円) | 30.0 | 50.0 | 70.0 | 81.0 | 93.0 | 70.0 | 23.0 | 27.0 | 35.0 | 35.0 | | | | | | | | | |
| BPS (円) | 1,506 | 2,941 | 3,455 | 3,834 | 4,256 | 2,200 | 2,200 | 2,941 | | | 1,914 | 2,200 | 2,731 | 2,941 | | | | | |
| 株価 (円) | 2,209 | 2,210 | 2,619 | 2,619 | 2,619 | 2,619 | | | | | | | | | | | | | |
| 時価総額 | 98,414 | 98,459 | 116,680 | 116,680 | 116,680 | 116,680 | | | | | | | | | | | | | |
| EBITDA | 18,796 | 30,685 | 41,000 | 48,000 | 56,000 | | 14,504 | 16,181 | | | 6,590 | 7,914 | 7,591 | 8,589 | | | | | |
| 同率 | 20.6% | 22.9% | 23.0% | 23.2% | 23.7% | | 24.2% | 21.9% | | | 23.8% | 24.6% | 22.2% | 21.6% | | | | | |
| EV | 115,842 | 83,441 | 110,189 | 111,532 | 107,267 | | | | | | | | | | | | | | |
| EV/EBITDA (倍) | 6.16 | 2.72 | 2.69 | 2.32 | 1.92 | | | | | | | | | | | | | | |
| CF | 17,436 | 34,744 | 28,800 | 34,000 | 39,400 | | | | | | | | | | | | | | |
| FCF | 3,139 | 918 | -11,200 | 4,000 | 9,400 | | | | | | | | | | | | | | |
| CFPS (円) | 391.37 | 779.86 | 646.44 | 763.16 | 884.37 | | | | | | | | | | | | | | |
| PCR (倍) | 5.64 | 2.83 | 4.05 | 3.43 | 2.96 | | | | | | | | | | | | | | |
| PER (倍) | 11.9 | 3.7 | 6.6 | 5.8 | 5.2 | 6.9 | | | | | | | | | | | | | |
| YLD | 1.36% | 2.26% | 2.67% | 3.09% | 3.55% | | | | | | | | | | | | | | |
| PBR (倍) | 1.47 | 0.75 | 0.76 | 0.68 | 0.62 | | | | | | | | | | | | | | |

出所：会社資料より MUMSS 作成。CE は会社予想、E は MUMSS 予想。株価：2022/3 期以前は期末終値、予想は 5 月 25 日終値。

注：一株当たり指標算出上の発行済株式数は期末自己株控除後。FCF は当期純利益、減価償却費の合計から設備投資額を差し引いて算出。

図表 3：予想 PER (単位：倍)



出所：QUICK Workstation より MUMSS 作成 注：平均値は過去 3 年平均。30 倍以上を異常値として計算から除外

図表 4：実績 PBR (単位：倍)



出所：QUICK Workstation より MUMSS 作成 注：平均値は過去 3 年平均

図表5：フェローテックホールディングス (6890) セグメント情報

| セグメント別状況 (単位：百万円) | 2021/3 | | | | | 2022/3 | | | | | ▼半期 | | | | ▼四半期 | | | |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|----------|--------|---------|---------|-----------|---------|
| | 2021/3 | 2022/3 | 23/3E | 24/3E | 25/3E | 23/3CE | 21/9上 | 22/3下 | 22/9上CE | 23/3下CE | 4-6/21 | 7-9/21 | 10-12/21 | 1-3/22 | 4-6/22E | 7-9/22E | 10-12/22E | 1-3/23E |
| 売上高 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 半導体等装置関連 | 60,669 | 82,122 | 123,000 | 145,000 | 166,000 | 123,532 | 35,895 | 46,227 | 57,947 | 65,585 | 16,959 | 18,936 | 21,420 | 24,807 | 26,600 | 30,500 | 32,400 | 33,500 |
| 真空シール | 8,795 | 13,732 | 31,200 | 38,000 | 43,000 | 31,533 | 6,018 | 7,714 | 14,526 | 17,007 | 2,717 | 3,301 | 3,927 | 3,787 | 5,200 | 8,400 | 8,700 | 8,900 |
| 石英製品 | 17,116 | 21,217 | 26,000 | 30,000 | 34,000 | 25,937 | 10,132 | 11,085 | 12,237 | 13,700 | 4,929 | 5,203 | 5,024 | 6,060 | 6,100 | 6,400 | 6,700 | 6,800 |
| シリコンパーツ | 3,226 | 8,565 | 17,900 | 22,000 | 25,000 | 17,906 | 2,778 | 5,787 | 8,406 | 9,500 | 1,223 | 1,555 | 2,398 | 3,389 | 4,000 | 4,500 | 4,600 | 4,800 |
| EB-ガン・LED蒸着装置 | 3,872 | 4,889 | 4,900 | 4,800 | 4,800 | 4,889 | 2,056 | 2,833 | 2,390 | 2,499 | 1,074 | 982 | 1,203 | 1,630 | 1,200 | 1,200 | 1,300 | 1,200 |
| シリコンウエハ加工 | 4,638 | 59 | 0 | 0 | 0 | 0 | 43 | 16 | 0 | 0 | 9 | 34 | -18 | 34 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| セラミックス | 12,267 | 18,816 | 22,800 | 25,000 | 27,800 | 22,914 | 8,422 | 10,394 | 11,114 | 11,800 | 4,063 | 4,359 | 4,927 | 5,467 | 5,600 | 5,400 | 5,900 | 5,900 |
| CVD-SiC | 2,186 | 2,975 | 4,200 | 4,600 | 5,000 | 4,196 | 1,389 | 1,586 | 1,976 | 2,220 | 755 | 634 | 787 | 799 | 1,000 | 1,000 | 1,100 | 1,100 |
| 部品洗浄 | 7,579 | 9,672 | 12,200 | 14,000 | 17,000 | 12,254 | 4,483 | 5,189 | 5,554 | 6,700 | 1,999 | 2,484 | 2,525 | 2,664 | 2,700 | 2,800 | 3,200 | 3,500 |
| 石英増場 | 990 | 2,100 | 3,000 | 3,400 | 3,800 | 3,106 | 574 | 1,526 | 1,554 | 1,552 | 191 | 383 | 647 | 879 | 800 | 700 | 700 | 800 |
| 再生ウエハ | | | 800 | 3,200 | 5,600 | 799 | | | 190 | 609 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 100 | 200 | 500 |
| 内部 | 49 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 半導体等装置関連計 | 60,718 | 82,122 | 123,000 | 145,000 | 166,000 | 123,532 | 35,895 | 46,227 | 57,947 | 65,585 | 16,959 | 18,936 | 21,420 | 24,807 | 26,600 | 30,500 | 32,400 | 33,500 |
| 電子デバイス | 17,273 | 27,023 | 37,700 | 46,000 | 54,000 | 37,937 | 12,214 | 14,809 | 17,445 | 20,492 | 5,502 | 6,711 | 6,918 | 7,892 | 8,500 | 8,900 | 9,600 | 10,700 |
| サーモモジュール | 13,036 | 17,635 | 19,300 | 21,000 | 23,000 | 19,354 | 8,424 | 9,211 | 9,640 | 9,714 | 3,997 | 4,427 | 4,235 | 4,976 | 4,800 | 4,700 | 4,900 | 4,900 |
| パワー半導体基板 | 3,491 | 8,473 | 17,000 | 23,200 | 28,800 | 17,142 | 3,349 | 5,124 | 7,241 | 9,901 | 1,278 | 2,071 | 2,444 | 2,680 | 3,400 | 3,900 | 4,300 | 5,400 |
| 磁性流体 (FEY) その他 | 746 | 916 | 1,400 | 1,800 | 2,200 | 1,441 | 440 | 476 | 564 | 877 | 228 | 212 | 239 | 237 | 300 | 300 | 400 | 400 |
| 内部 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 電子デバイス計 | 17,273 | 27,023 | 37,700 | 46,000 | 54,000 | 37,937 | 12,214 | 14,809 | 17,445 | 20,492 | 5,502 | 6,711 | 6,918 | 7,892 | 8,500 | 8,900 | 9,600 | 10,700 |
| その他 | 13,370 | 24,674 | 17,300 | 16,000 | 16,000 | 18,532 | 11,718 | 12,956 | 8,609 | 9,923 | 5,198 | 6,520 | 5,817 | 7,139 | 4,300 | 4,200 | 4,400 | 4,400 |
| 内部 | 408 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| その他計 | 13,778 | 24,674 | 17,300 | 16,000 | 16,000 | 18,532 | 11,718 | 12,956 | 8,609 | 9,923 | 5,198 | 6,520 | 5,817 | 7,139 | 4,300 | 4,200 | 4,400 | 4,400 |
| 消去または全社 | -457 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 連結売上高 | 91,313 | 133,821 | 178,000 | 207,000 | 236,000 | 180,000 | 59,826 | 73,995 | 84,000 | 96,000 | 27,659 | 32,167 | 34,155 | 39,840 | 39,400 | 43,600 | 46,400 | 48,600 |
| 増減率 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 半導体等装置関連 | 15% | 35% | 50% | 18% | 14% | 50% | 25% | 45% | 61% | 42% | 22% | 27% | 31% | 60% | 57% | 61% | 51% | 35% |
| 電子デバイス | 28% | 56% | 40% | 22% | 17% | 40% | 72% | 46% | 43% | 38% | 59% | 84% | 38% | 54% | 54% | 33% | 39% | 36% |
| その他 | -12% | 85% | -30% | -8% | 0% | -25% | 106% | 69% | -27% | -23% | 64% | 158% | 64% | 73% | -17% | -36% | -24% | -38% |
| 売上高計 | 12% | 47% | 33% | 16% | 14% | 35% | 44% | 49% | 40% | 30% | 35% | 53% | 37% | 61% | 42% | 36% | 36% | 22% |
| 構成比 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 半導体等装置関連 | 66.4% | 61.4% | 69.1% | 70.0% | 70.3% | 68.6% | 60.0% | 62.5% | 69.0% | 68.3% | 61.3% | 58.9% | 62.7% | 62.3% | 67.5% | 70.0% | 69.8% | 68.9% |
| 電子デバイス | 18.9% | 20.2% | 21.2% | 22.2% | 22.9% | 21.1% | 20.4% | 20.0% | 20.8% | 21.3% | 19.9% | 20.9% | 20.3% | 19.8% | 21.6% | 20.4% | 20.7% | 22.0% |
| その他 | 14.6% | 18.4% | 9.7% | 7.7% | 6.8% | 10.3% | 19.6% | 17.5% | 10.2% | 10.3% | 18.8% | 20.3% | 17.0% | 17.9% | 10.9% | 9.6% | 9.5% | 9.1% |
| 営業利益 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 半導体等装置関連 | 6,183 | 15,886 | 22,100 | 24,800 | 28,900 | | 7,104 | 8,782 | | | 3,133 | 3,971 | 4,093 | 4,689 | 4,800 | 5,480 | 5,870 | 5,950 |
| 電子デバイス | 4,453 | 6,689 | 8,700 | 10,400 | 12,100 | | 3,053 | 3,636 | | | 1,540 | 1,512 | 1,641 | 1,995 | 1,970 | 2,100 | 2,200 | 2,430 |
| その他 | -321 | 315 | -500 | -600 | -800 | | 700 | -385 | | | 200 | 501 | -186 | -199 | -100 | -100 | -200 | -100 |
| 消去または全社 | -675 | -291 | -300 | -600 | -1,200 | | -124 | -167 | | | -54 | -69 | -98 | -70 | -70 | -80 | -70 | -80 |
| 連結営業利益 | 9,641 | 22,600 | 30,000 | 34,000 | 39,000 | 30,000 | 10,733 | 11,867 | 14,000 | 16,000 | 4,817 | 5,916 | 5,451 | 6,416 | 6,600 | 7,400 | 7,800 | 8,200 |
| 営業利益率 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 半導体等装置関連 | 10.2% | 19.3% | 18.0% | 17.1% | 17.4% | | 19.8% | 19.0% | | | 18.5% | 21.0% | 19.1% | 18.9% | 18.0% | 18.0% | 18.1% | 17.8% |
| 電子デバイス | 25.8% | 24.8% | 23.1% | 22.6% | 22.4% | | 25.0% | 24.6% | | | 28.0% | 22.5% | 23.7% | 25.3% | 23.2% | 23.6% | 22.9% | 22.7% |
| その他 | -2.3% | 1.3% | -2.9% | -3.8% | -5.0% | | 6.0% | -3.0% | | | 3.8% | 7.7% | -3.2% | -2.8% | -2.3% | -2.4% | -4.5% | -2.3% |
| 営業利益計 | 10.6% | 16.9% | 16.9% | 16.4% | 16.5% | 16.7% | 17.9% | 16.0% | 16.7% | 16.7% | 17.4% | 18.4% | 16.0% | 16.1% | 16.8% | 17.0% | 16.8% | 16.9% |
| 増減額 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 半導体等装置関連 | 1,991 | 9,703 | 6,214 | 2,700 | 4,100 | | 4,927 | 4,776 | | | 2,396 | 2,531 | 2,760 | 2,016 | 1,667 | 1,509 | 1,777 | 1,261 |
| 電子デバイス | 1,684 | 2,236 | 2,011 | 1,700 | 1,700 | | 1,185 | 1,051 | | | 657 | 528 | 252 | 799 | 430 | 588 | 559 | 435 |
| その他 | -581 | 636 | -815 | -100 | -200 | | 355 | 281 | | | -83 | 438 | 52 | 228 | -300 | -601 | -14 | 99 |
| 営業利益計 | 3,628 | 12,959 | 7,400 | 4,000 | 5,000 | 7,400 | 6,820 | 6,139 | 3,267 | 4,133 | 3,257 | 3,564 | 3,115 | 3,024 | 1,783 | 1,484 | 2,349 | 1,784 |
| 増減率 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 半導体等装置関連 | 47% | 157% | 39% | 12% | 17% | | 226% | 119% | | | 325% | 176% | 207% | 75% | 53% | 38% | 43% | 27% |
| 電子デバイス | 61% | 50% | 30% | 20% | 16% | | 63% | 41% | | | 74% | 54% | 18% | 67% | 28% | 39% | 34% | 22% |
| その他 | - | - | - | - | - | | 103% | - | | | -29% | 699% | - | - | - | - | - | - |
| 営業利益計 | 60% | 134% | 33% | 13% | 15% | 33% | 174% | 107% | 30% | 35% | 209% | 151% | 133% | 89% | 37% | 25% | 43% | 28% |

出所：会社資料より MUMSS 作成。CE は会社予想、E は MUMSS 予想。

図表6：フェローテックホールディングス（6890）貸借対照表

| ■連結貸借対照表（単位：百万円） | 2021/3 | | | | | 2022/3 | | | | | 23/3E | | | | | 23/3OE | ▼四半期 | | | | | | | | | | | |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|----------|--------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| | 2021/3 | 2022/3 | 23/3E | 24/3E | 25/3E | 23/3OE | 4-6/19 | 7-9/19 | 10-12/19 | 1-3/20 | 4-6/20 | 7-9/20 | 10-12/20 | 1-3/21 | 4-6/21 | | 7-9/21 | 10-12/21 | 1-3/22 | | | | | | | | | |
| 流動資産 | 88,024 | 133,414 | 156,613 | 169,797 | 184,363 | 74,457 | 76,282 | 68,040 | 71,452 | 71,096 | 97,791 | 88,452 | 88,078 | 105,263 | 116,255 | 131,341 | 133,414 | | | | | | | | | | | |
| 現金・預金 | 30,202 | 52,579 | 51,492 | 49,149 | 48,413 | 26,419 | 28,087 | 20,621 | 23,709 | 22,319 | 34,881 | 27,550 | 30,203 | 37,898 | 48,210 | 61,383 | 52,579 | | | | | | | | | | | |
| 受取手形・売掛金 | 32,201 | 41,797 | 54,296 | 62,242 | 70,061 | 21,692 | 19,699 | 18,658 | 20,435 | 21,264 | 23,136 | 30,360 | 32,201 | 35,410 | 37,755 | 36,802 | 41,797 | | | | | | | | | | | |
| 棚卸資産 | 17,072 | 28,436 | 37,024 | 42,656 | 48,232 | 18,385 | 17,990 | 17,429 | 17,269 | 18,437 | 19,128 | 16,734 | 17,126 | 19,427 | 21,798 | 23,487 | 28,436 | | | | | | | | | | | |
| その他流動資産 | 8,549 | 10,602 | 13,802 | 15,751 | 17,657 | 7,962 | 10,507 | 11,331 | 10,038 | 9,076 | 20,647 | 13,808 | 8,547 | 12,528 | 8,492 | 9,670 | 10,602 | | | | | | | | | | | |
| 固定資産 | 89,367 | 131,358 | 160,956 | 177,556 | 191,156 | 103,204 | 107,696 | 111,463 | 118,558 | 118,301 | 119,899 | 77,074 | 89,112 | 103,672 | 111,151 | 120,106 | 131,358 | | | | | | | | | | | |
| 有形固定資産 | 53,146 | 84,083 | 113,083 | 129,083 | 142,083 | 96,459 | 100,786 | 104,164 | 110,817 | 110,583 | 112,214 | 47,677 | 53,043 | 61,462 | 66,696 | 74,773 | 84,083 | | | | | | | | | | | |
| 無形固定資産 | 1,966 | 1,996 | 1,996 | 1,996 | 1,996 | 597 | 792 | 1,081 | 500 | 458 | 431 | 1,761 | 1,814 | 1,820 | 1,796 | 1,978 | 1,996 | | | | | | | | | | | |
| 投資・その他資産 | 34,254 | 45,277 | 45,877 | 46,477 | 47,077 | 6,148 | 6,118 | 6,218 | 7,242 | 7,261 | 7,254 | 27,636 | 34,255 | 40,390 | 42,659 | 43,355 | 45,277 | | | | | | | | | | | |
| 資産合計 | 177,392 | 264,772 | 317,569 | 347,353 | 375,519 | 177,661 | 183,978 | 179,503 | 190,010 | 189,397 | 217,690 | 165,527 | 177,190 | 208,935 | 227,406 | 251,447 | 264,772 | | | | | | | | | | | |
| 流動負債 | 58,978 | 68,800 | 82,991 | 97,578 | 101,960 | 65,911 | 63,924 | 62,362 | 61,443 | 61,398 | 62,704 | 53,815 | 58,890 | 63,708 | 65,190 | 66,314 | 68,800 | | | | | | | | | | | |
| 支払手形・買掛金 | 20,269 | 30,770 | 40,384 | 47,105 | 53,373 | 18,939 | 17,987 | 18,063 | 18,252 | 17,903 | 17,091 | 17,632 | 20,270 | 23,000 | 25,538 | 20,048 | 30,770 | | | | | | | | | | | |
| 短期借入金・社債 | 17,407 | 14,825 | 15,000 | 20,000 | 15,000 | 23,102 | 25,572 | 24,467 | 26,017 | 25,760 | 27,508 | 19,548 | 17,408 | 17,475 | 17,144 | 16,790 | 14,825 | | | | | | | | | | | |
| その他流動負債 | 21,302 | 23,205 | 27,606 | 30,474 | 33,588 | 23,870 | 20,364 | 19,831 | 17,175 | 17,735 | 18,106 | 16,635 | 21,213 | 23,234 | 22,509 | 29,476 | 23,205 | | | | | | | | | | | |
| 固定負債 | 40,174 | 35,014 | 45,394 | 40,908 | 42,102 | 59,841 | 71,101 | 70,144 | 78,419 | 79,916 | 83,156 | 44,358 | 40,060 | 39,504 | 37,335 | 35,705 | 35,014 | | | | | | | | | | | |
| 長期借入金等合計 | 30,221 | 22,736 | 30,000 | 24,000 | 24,000 | 41,455 | 50,735 | 49,599 | 52,457 | 52,219 | 55,008 | 34,217 | 30,222 | 28,667 | 26,220 | 24,558 | 22,736 | | | | | | | | | | | |
| その他固定負債 | 9,953 | 12,278 | 15,394 | 16,908 | 18,102 | 18,386 | 20,366 | 20,544 | 25,962 | 27,697 | 28,149 | 10,141 | 9,837 | 10,837 | 11,115 | 11,147 | 12,278 | | | | | | | | | | | |
| 負債合計 | 99,152 | 103,814 | 128,385 | 138,487 | 144,062 | 125,752 | 135,025 | 70,144 | 139,862 | 141,314 | 145,861 | 98,173 | 98,950 | 103,213 | 102,525 | 102,019 | 103,814 | | | | | | | | | | | |
| 少数株主持分 | 11,064 | 29,888 | 35,238 | 38,038 | 41,838 | 303 | 263 | 452 | 1,679 | 2,349 | 19,365 | 5,241 | 11,064 | 20,403 | 26,824 | 27,814 | 29,888 | | | | | | | | | | | |
| 資本合計 | 67,094 | 131,024 | 153,946 | 170,828 | 189,619 | 51,568 | 48,640 | 46,483 | 48,395 | 45,647 | 52,369 | 62,013 | 67,094 | 85,254 | 98,004 | 121,666 | 131,024 | | | | | | | | | | | |
| 負債・純資産合計 | 177,392 | 264,772 | 317,569 | 347,353 | 375,519 | 177,661 | 183,978 | 179,503 | 190,010 | 189,397 | 217,690 | 165,527 | 177,190 | 208,935 | 227,406 | 251,447 | 264,772 | | | | | | | | | | | |
| 自己資本比率 | 37.8% | 49.5% | 48.5% | 49.2% | 50.5% | 29.0% | 26.4% | 25.9% | 25.5% | 24.1% | 24.1% | 37.5% | 37.9% | 40.8% | 43.1% | 48.4% | 49.5% | | | | | | | | | | | |
| 現金同等物 | 30,202 | 52,579 | 51,492 | 49,149 | 48,413 | 26,419 | 28,087 | 20,621 | 23,709 | 22,319 | 34,881 | 27,550 | 30,203 | 37,898 | 48,210 | 61,383 | 52,579 | | | | | | | | | | | |
| 借入金等 | 47,628 | 37,561 | 45,000 | 44,000 | 39,000 | 64,557 | 76,307 | 74,067 | 74,739 | 77,979 | 82,515 | 57,765 | 47,630 | 46,142 | 43,364 | 41,348 | 37,561 | | | | | | | | | | | |
| ネットキャッシュ | -17,426 | 15,018 | 6,492 | 5,149 | 9,413 | -38,138 | -48,221 | -53,446 | -51,030 | -55,660 | -47,635 | -26,214 | -17,428 | -8,244 | 4,846 | 20,036 | 15,018 | | | | | | | | | | | |
| 営業債権回転日数 | 128.7 | 114.0 | 111.3 | 109.7 | 108.4 | 94.2 | 86.2 | 89.9 | 89.5 | 94.5 | 100.2 | 111.1 | 118.6 | 116.8 | 107.1 | 98.3 | 95.7 | | | | | | | | | | | |
| 棚卸資産回転日数 | 102.9 | 121.9 | 120.3 | 117.9 | 116.7 | 120.8 | 116.8 | 125.0 | 112.4 | 122.5 | 126.8 | 89.0 | 98.5 | 102.5 | 98.0 | 98.4 | 100.6 | | | | | | | | | | | |
| 営業債務回転日数 | 122.2 | 131.9 | 131.3 | 130.2 | 129.2 | 124.4 | 116.8 | 129.5 | 118.8 | 119.0 | 113.3 | 93.7 | 116.6 | 121.4 | 114.8 | 84.0 | 108.9 | | | | | | | | | | | |
| CCC | 109.4 | 104.0 | 100.4 | 97.5 | 95.9 | 90.6 | 86.2 | 85.4 | 83.1 | 98.1 | 113.7 | 106.3 | 100.5 | 98.0 | 90.3 | 112.7 | 87.5 | | | | | | | | | | | |
| ROE | 12.3% | 30.2% | 12.5% | 12.3% | 12.4% | 4.7% | 12.9% | 6.1% | 6.0% | 6.2% | 1.25 | 1.57 | 1.59 | 1.54 | 1.71 | 1.58 | 0.87 | | | | | | | | | | | |
| ROA | 4.7% | 12.9% | 6.1% | 6.0% | 6.2% | 0.74 | 0.99 | 1.15 | 1.05 | 1.22 | 0.91 | 0.42 | 0.26 | 0.10 | -0.05 | -0.16 | -0.11 | | | | | | | | | | | |
| DEレシオ | 0.71 | 0.29 | 0.29 | 0.26 | 0.21 | 1.25 | 1.57 | 1.59 | 1.54 | 1.71 | 1.58 | 0.87 | 0.71 | 0.54 | 0.44 | 0.34 | 0.29 | | | | | | | | | | | |
| ネットDEレシオ | 0.26 | -0.11 | -0.04 | -0.03 | -0.05 | 0.74 | 0.99 | 1.15 | 1.05 | 1.22 | 0.91 | 0.42 | 0.26 | 0.10 | -0.05 | -0.16 | -0.11 | | | | | | | | | | | |
| 設備投資 | 14,297 | 33,826 | 40,000 | 30,000 | 30,000 | 1,783 | 1,651 | 1,801 | 2,365 | 2,500 | 2,105 | 2,697 | 1,853 | 1,773 | 1,998 | 2,141 | 2,173 | | | | | | | | | | | |
| 減価償却費 | 9,155 | 8,085 | 11,000 | 14,000 | 17,000 | 936 | 1,104 | 786 | 1,361 | 1,004 | 1,133 | 1,286 | 1,016 | 1,082 | 1,349 | 1,397 | 1,372 | | | | | | | | | | | |
| 研究開発費 | 4,439 | 5,200 | 6,000 | 7,000 | 8,000 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ■キャッシュフロー計算書（単位：百万円） | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 営業キャッシュ・フロー | 13,217 | 17,833 | 19,485 | 29,661 | 36,080 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 投資キャッシュ・フロー | -20,879 | -29,399 | -39,400 | -29,400 | -29,400 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 財務キャッシュ・フロー | 21,694 | 30,601 | 18,828 | -2,604 | -7,415 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

出所：会社資料より MUMSS 作成。E は MUMSS 予想。注：2020 年 12 月 3 日に行われた MeiVac, Inc との企業結合について 21/3 期 3Q において暫定的な会計処理を行っていたが、22/3 期 3Q に確定した。確定による影響額は 21/3 期総資産 2.02 億円の増加要因。同社資産規模に対する影響は軽微であり、四半期比較の連続性をみるため、上記図表の四半期において遡及していない。

図表7：フェローテックホールディングス (6890) 長期損益計算書

| <連結> 決算期 | 売上高 | | 営業利益 | | 経常利益 | | 当期利益 | | EPS | DPS | 配当性向 | BPS | EBITDA | EBITDA率 | 設備投資 | 減価償却費 | 研究開発 |
|-------------|---------|------|--------|------|--------|-------|--------|-------|--------|------|-------|-------|--------|---------|--------|--------|-------|
| | 百万円 | 前年比% | 百万円 | 前年比% | 百万円 | 前年比% | 百万円 | 前年比% | 円 | 円 | % | 円 | 百万円 | % | 百万円 | 百万円 | 百万円 |
| 1997/3 | 4,068 | | 321 | | 346 | | 123 | | 3.3 | 7.0 | 212% | 109 | | | | | |
| 1998/3 | 5,045 | 24 | 454 | 41 | 538 | 55 | 315 | 156 | 8.5 | 7.0 | 83% | 115 | | | | | |
| 1999/3 | 5,652 | 12 | 383 | -16 | 139 | -74 | -195 | - | -5.2 | 7.0 | -134% | 108 | | | | | |
| 2000/3 | 7,988 | 41 | 892 | 133 | 629 | 353 | 288 | - | 7.7 | 7.0 | 90% | 243 | 1,328 | 16.6% | 1,077 | 436 | 148 |
| 2001/3 | 16,436 | 106 | 2,665 | 199 | 2,562 | 307 | 1,644 | 471 | 44.2 | 10.0 | 23% | 288 | 3,386 | 20.6% | 1,645 | 721 | 553 |
| 2002/3 | 14,776 | -10 | 916 | -66 | 985 | -62 | -357 | - | -9.6 | 10.0 | -104% | 417 | 1,981 | 13.4% | 6,011 | 1,065 | 687 |
| 2003/3 | 12,845 | -13 | 111 | -88 | -627 | - | -899 | - | -24.2 | 8.0 | -33% | 371 | 1,213 | 9.4% | 2,074 | 1,102 | 351 |
| 2004/3 | 15,000 | 17 | 615 | 454 | -178 | - | -645 | - | -17.3 | 8.0 | -46% | 337 | 1,792 | 11.9% | 2,136 | 1,177 | 188 |
| 2005/3 | 21,106 | 41 | 1,762 | 187 | 1,457 | - | 634 | - | 17.0 | 8.0 | 47% | 397 | 3,119 | 14.8% | 2,073 | 1,357 | 109 |
| 2006/3 | 23,946 | 13 | 1,211 | -31 | 1,041 | -29 | 709 | 12 | 19.1 | 8.0 | 42% | 459 | 2,881 | 12.0% | 3,138 | 1,670 | 182 |
| 2007/3 | 32,517 | 36 | 2,289 | 89 | 2,082 | 100 | 1,703 | 140 | 45.8 | 12.0 | 26% | 485 | 4,096 | 12.6% | 3,263 | 1,807 | 252 |
| 2008/3 | 36,625 | 13 | 3,057 | 34 | 2,414 | 16 | 1,904 | 12 | 51.2 | 12.0 | 23% | 572 | 5,201 | 14.2% | 2,449 | 2,144 | 303 |
| 2009/3 | 36,653 | 0 | 2,790 | -9 | 2,097 | -13 | 743 | -61 | 20.0 | 12.0 | 60% | 499 | 5,211 | 14.2% | 3,178 | 2,421 | 483 |
| 2010/3 | 31,541 | -14 | 703 | -75 | 524 | -75 | 156 | -79 | 4.2 | 12.0 | 286% | 595 | 3,308 | 10.5% | 2,386 | 2,605 | 376 |
| 2011/3 | 57,880 | 84 | 6,931 | 886 | 6,290 | 1,100 | 4,483 | 2,768 | 120.5 | 20.0 | 17% | 663 | 9,586 | 16.6% | 5,036 | 2,655 | 909 |
| 2012/3 | 60,088 | 4 | 4,124 | -40 | 3,287 | -48 | 1,715 | -62 | 46.1 | 20.0 | 43% | 897 | 7,385 | 12.3% | 7,877 | 3,261 | 1,494 |
| 2013/3 | 38,425 | -36 | -3,608 | - | -3,465 | - | -6,532 | - | -175.5 | 5.0 | -3% | 800 | 169 | 0.4% | 3,706 | 3,777 | 1,147 |
| 2014/3 | 44,746 | 16 | 798 | - | 1,262 | - | 1,392 | - | 37.4 | 6.0 | 16% | 1,007 | 5,145 | 11.5% | 3,825 | 4,347 | 947 |
| 2015/3 | 59,079 | 32 | 1,671 | 109 | 2,031 | 61 | -2,132 | - | -57.3 | 8.0 | -14% | 1,044 | 5,635 | 9.5% | 3,375 | 3,964 | 1,476 |
| 2016/3 | 69,464 | 18 | 4,025 | 141 | 3,822 | 88 | 2,162 | - | 58.1 | 10.0 | 17% | 1,040 | 8,328 | 12.0% | 3,440 | 4,303 | 1,589 |
| 2017/3 | 73,848 | 6 | 5,678 | 41 | 5,676 | 48 | 3,256 | 51 | 87.4 | 18.0 | 21% | 1,053 | 9,272 | 12.6% | 7,322 | 3,593 | 1,736 |
| 2018/3 | 90,598 | 23 | 8,437 | 49 | 7,158 | 26 | 2,678 | -18 | 71.9 | 24.0 | 33% | 1,377 | 12,626 | 13.9% | 12,300 | 4,188 | 2,409 |
| 2019/3 | 89,478 | -1 | 8,783 | 4 | 8,060 | 13 | 2,846 | 6 | 76.4 | 24.0 | 31% | 1,328 | 14,538 | 16.2% | 35,953 | 5,755 | 3,418 |
| 2020/3 | 81,614 | -9 | 6,013 | -32 | 4,264 | -47 | 1,785 | -37 | 40.1 | 24.0 | 60% | 1,086 | 13,613 | 16.7% | 33,920 | 7,600 | 4,187 |
| 2021/3 | 91,313 | 12 | 9,641 | 60 | 8,228 | 93 | 8,281 | 364 | 185.9 | 30.0 | 16% | 1,506 | 18,796 | 20.6% | 14,297 | 9,155 | 4,439 |
| 2022/3 | 133,821 | 47 | 22,600 | 134 | 25,994 | 216 | 26,659 | 222 | 598.4 | 50.0 | 8% | 2,941 | 30,685 | 22.9% | 33,826 | 8,085 | 5,200 |
| 23/3E | 178,000 | 33 | 30,000 | 33 | 29,000 | 12 | 17,800 | -33 | 399.5 | 70.0 | 18% | 3,455 | 41,000 | 23.0% | 40,000 | 11,000 | 6,000 |
| 24/3E | 207,000 | 16 | 34,000 | 13 | 33,000 | 14 | 20,000 | 12 | 448.9 | 81.0 | 18% | 3,834 | 48,000 | 23.2% | 30,000 | 14,000 | 7,000 |
| 25/3E | 236,000 | 14 | 39,000 | 15 | 38,000 | 15 | 22,400 | 12 | 502.8 | 93.0 | 18% | 4,256 | 56,000 | 23.7% | 30,000 | 17,000 | 8,000 |

出所：会社資料より MUMSS 作成。E は MUMSS 予想。

図表8：フェローテックホールディングス (6890) 長期貸借対照表

| (百万円) 決算期 | 流動資産 | | | 固定資産 | | | | 流動負債 | | | 固定負債 | | 負債合計 | 資本合計 | 総資産 | 株主資本 比率 | ネット キャッシュ | |
|--------------|---------|--------|--------|------------|------------|---------|-------|-----------|-----------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|------------|--------------|---------|
| | 現金/預金 | 営業債権 | 棚卸資産 | 有形固定 資産 | 無形固定 資産 | 投資等 | 営業債務 | 短期 借入金 | 長期 借入金 | | | | | | | | | |
| 1997/3 | 3,401 | 903 | 1,224 | 626 | 2,423 | 1,071 | 10 | 1,342 | 1,351 | 482 | 452 | 472 | 358 | 1,826 | 4,043 | 5,870 | 68.9% | 93 |
| 1998/3 | 4,484 | 1,235 | 1,679 | 779 | 2,663 | 1,348 | 57 | 1,258 | 2,025 | 530 | 765 | 782 | 638 | 2,913 | 4,275 | 7,188 | 59.5% | -168 |
| 1999/3 | 5,829 | 1,404 | 2,193 | 1,473 | 4,049 | 2,246 | 123 | 1,680 | 2,846 | 819 | 1,248 | 3,028 | 2,870 | 5,874 | 4,011 | 9,893 | 40.5% | -2,714 |
| 2000/3 | 9,142 | 2,869 | 3,464 | 1,947 | 7,933 | 3,440 | 2,888 | 1,605 | 4,161 | 1,292 | 1,696 | 4,137 | 4,017 | 8,298 | 9,044 | 17,347 | 52.1% | -2,844 |
| 2001/3 | 11,501 | 2,813 | 5,138 | 2,419 | 10,683 | 4,942 | 3,621 | 2,120 | 7,217 | 1,936 | 2,510 | 3,856 | 3,670 | 11,073 | 10,720 | 22,192 | 48.3% | -3,367 |
| 2002/3 | 10,027 | 3,657 | 2,715 | 2,725 | 17,007 | 10,456 | 3,332 | 3,219 | 5,954 | 1,235 | 3,078 | 5,153 | 4,899 | 11,106 | 15,523 | 27,034 | 57.4% | -4,320 |
| 2003/3 | 10,543 | 2,860 | 3,445 | 2,971 | 17,736 | 11,195 | 2,980 | 3,561 | 8,625 | 1,053 | 5,522 | 5,778 | 5,534 | 14,403 | 13,824 | 28,279 | 48.9% | -8,196 |
| 2004/3 | 11,976 | 3,124 | 4,299 | 2,791 | 16,959 | 10,622 | 2,644 | 3,692 | 9,254 | 1,889 | 5,599 | 7,101 | 6,923 | 16,355 | 12,555 | 28,935 | 43.4% | -9,398 |
| 2005/3 | 12,600 | 3,189 | 5,066 | 2,923 | 17,442 | 11,191 | 2,643 | 3,609 | 9,548 | 1,840 | 5,312 | 5,621 | 5,415 | 15,169 | 14,789 | 30,042 | 49.2% | -7,538 |
| 2006/3 | 14,466 | 4,109 | 5,067 | 3,505 | 20,574 | 13,819 | 3,403 | 3,351 | 11,521 | 3,087 | 5,806 | 6,369 | 5,690 | 17,890 | 17,085 | 35,040 | 48.8% | -7,387 |
| 2007/3 | 15,962 | 3,226 | 6,726 | 3,822 | 22,695 | 16,276 | 3,474 | 2,944 | 14,867 | 3,668 | 7,680 | 5,516 | 4,509 | 20,383 | 18,058 | 38,657 | 46.7% | -8,963 |
| 2008/3 | 18,906 | 5,462 | 6,962 | 4,432 | 22,067 | 16,327 | 3,074 | 2,666 | 14,253 | 4,147 | 6,263 | 5,219 | 4,399 | 19,472 | 21,294 | 40,974 | 52.0% | -5,200 |
| 2009/3 | 24,148 | 7,675 | 7,899 | 5,968 | 22,803 | 17,274 | 3,425 | 2,103 | 21,034 | 5,386 | 12,366 | 6,883 | 6,018 | 27,917 | 18,583 | 46,951 | 39.6% | -10,709 |
| 2010/3 | 25,622 | 7,346 | 10,130 | 5,799 | 22,341 | 16,944 | 2,929 | 2,469 | 19,239 | 4,988 | 10,104 | 6,143 | 5,151 | 25,382 | 22,130 | 47,964 | 46.1% | -7,909 |
| 2011/3 | 36,133 | 7,310 | 15,426 | 9,314 | 25,365 | 19,204 | 2,812 | 3,349 | 25,848 | 8,708 | 10,834 | 10,086 | 8,255 | 35,935 | 24,661 | 61,499 | 40.1% | -11,779 |
| 2012/3 | 41,330 | 9,560 | 13,921 | 11,987 | 31,241 | 25,397 | 2,368 | 3,475 | 29,592 | 8,610 | 15,011 | 8,792 | 6,056 | 38,384 | 33,387 | 72,571 | 46.0% | -11,507 |
| 2013/3 | 34,271 | 7,373 | 15,235 | 9,536 | 32,072 | 24,914 | 1,683 | 5,473 | 27,243 | 8,554 | 12,534 | 8,660 | 5,836 | 35,904 | 29,766 | 66,343 | 44.9% | -10,997 |
| 2014/3 | 39,836 | 7,551 | 16,947 | 11,105 | 34,888 | 29,042 | 1,614 | 4,232 | 28,522 | 10,474 | 12,424 | 8,141 | 5,673 | 36,663 | 37,489 | 74,724 | 50.2% | -10,546 |
| 2015/3 | 44,419 | 10,517 | 16,971 | 14,136 | 34,992 | 27,739 | 1,876 | 5,377 | 31,536 | 13,241 | 11,674 | 8,444 | 5,240 | 39,979 | 38,846 | 79,411 | 48.9% | -6,397 |
| 2016/3 | 45,285 | 10,039 | 17,746 | 14,444 | 33,485 | 26,045 | 2,063 | 5,377 | 29,352 | 10,996 | 10,309 | 9,929 | 6,399 | 39,281 | 38,684 | 78,769 | 49.1% | -6,669 |
| 2017/3 | 51,246 | 14,778 | 17,656 | 13,883 | 40,855 | 34,295 | 2,061 | 4,500 | 32,109 | 13,927 | 9,541 | 20,291 | 12,625 | 52,400 | 39,224 | 92,101 | 42.6% | -7,388 |
| 2018/3 | 67,240 | 23,649 | 20,700 | 16,774 | 51,217 | 43,542 | 2,922 | 4,753 | 43,481 | 18,419 | 10,930 | 23,164 | 13,896 | 66,645 | 51,305 | 118,458 | 43.3% | -1,178 |
| 2019/3 | 77,271 | 31,556 | 21,461 | 16,277 | 85,827 | 76,133 | 3,557 | 6,136 | 60,180 | 20,887 | 20,346 | 53,070 | 40,730 | 113,250 | 49,499 | 163,098 | 30.3% | -29,521 |
| 2020/3 | 71,452 | 23,709 | 20,435 | 17,269 | 118,558 | 110,817 | 500 | 7,242 | 61,443 | 18,252 | 26,017 | 78,419 | 52,457 | 139,862 | 48,395 | 190,010 | 25.5% | -54,765 |
| 2021/3 | 88,024 | 30,202 | 32,201 | 17,072 | 89,367 | 53,146 | 1,966 | 34,254 | 58,978 | 20,269 | 17,407 | 40,174 | 30,221 | 99,152 | 67,094 | 177,392 | 37.8% | -17,426 |
| 2022/3 | 133,414 | 52,579 | 41,797 | 28,436 | 131,358 | 84,083 | 1,996 | 45,277 | 68,800 | 30,770 | 14,825 | 35,014 | 22,736 | 103,814 | 131,024 | 264,772 | 49.5% | 15,018 |
| 23/3E | 156,613 | 51,492 | 54,296 | 37,024 | 160,956 | 113,083 | 1,996 | 45,877 | 82,991 | 40,384 | 15,000 | 45,394 | 30,000 | 128,385 | 153,946 | 317,569 | 48.5% | 6,492 |
| 24/3E | 169,797 | 49,149 | 62,242 | 42,656 | 177,556 | 129,083 | 1,996 | 46,477 | 97,578 | 47,105 | 20,000 | 40,908 | 24,000 | 138,487 | 170,828 | 347,353 | 49.2% | 5,149 |
| 25/3E | 184,363 | 48,413 | 70,061 | 48,232 | 191,156 | 142,083 | 1,996 | 47,077 | 101,960 | 53,373 | 15,000 | 42,102 | 24,000 | 144,062 | 189,619 | 375,519 | 50.5% | 9,413 |

出所：会社資料より MUMSS 作成。E は MUMSS 予想。

図表9：フェローテックホールディングス（6890）代表取締役社長兼グループCEO 賀氏の報酬額推移（単位：百万円）

| | 2012/3期 | 2013/3期 | 2014/3期 | 2015/3期 | 2016/3期 | 2017/3期 | 2018/3期 | 2019/3期 | 2020/3期 | 2021/3期 |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 提出会社 | 20,988 | 13.5 | 9 | 18 | 22.5 | 24 | 24 | 44,114 | 57,186 | 77,242 |
| 固定報酬 | 16.5 | 13.5 | 9 | 18 | 22.5 | 24 | 24 | 24 | 40.2 | 45.6 |
| 賞与 | 4,488 | | | | | | | | | |
| 業績連動報酬 | | | | | | | | 20,114 | 12,571 | 25 |
| 株式報酬 | | | | | | | | | 4,415 | 6,642 |
| 杭州大和熱磁電子有限公司 | 98,017 | 61,104 | 61,964 | 133,937 | 160,428 | 163,443 | 228,828 | 249.3 | 250,019 | 243,697 |
| 固定報酬 | 71,136 | 61,104 | 45,994 | 99,417 | 110,534 | 104,367 | 135.7 | 149.46 | 155,099 | 151,177 |
| 賞与 | 26,881 | | 15.97 | 34.52 | 49,894 | 59,076 | 93.128 | | | |
| 業績連動報酬 | | | | | | | | 99.84 | 94.92 | 92.52 |
| 株式報酬 | | | | | | | | | | |
| 上海申和熱磁電子有限公司 | 85,239 | 57,922 | 59,568 | 128,759 | 131,636 | 112,572 | 124,059 | 134,118 | 127,509 | 124,285 |
| 固定報酬 | 67,431 | 57,922 | 43,598 | 94,239 | 104,77 | 89,598 | 90,799 | 90,854 | 86,377 | 84,193 |
| 賞与 | 17,808 | | 15.97 | 34.52 | 26,866 | 22,974 | 33.26 | | | |
| 業績連動報酬 | | | | | | | | 43,264 | 41,132 | 40,092 |
| 株式報酬 | | | | | | | | | | |
| 香港第一半導体科技股份有限公司 | 61.38 | 45,865 | 42,436 | 46,132 | 52,449 | 37,647 | 8,222 | 9,325 | 15,055 | 16,464 |
| 固定報酬 | 49,104 | 45,865 | 42,436 | 46,132 | 52,449 | 37,647 | 8,222 | 9,325 | 15,055 | 16,464 |
| 賞与 | 12,276 | | | | | | | | | |
| 業績連動報酬 | | | | | | | | | | |
| 株式報酬 | | | | | | | | | | |
| 上海漢虹精密機械有限公司 | 30.89 | 16,651 | 2,108 | 2,278 | 2,533 | 2,166 | 2,195 | 21,066 | 28,476 | 27,756 |
| 固定報酬 | 22,23 | 16,651 | 2,108 | 2,278 | 2,533 | 2,166 | 2,195 | 11,082 | 18,984 | 18,504 |
| 賞与 | 8.66 | | | | | | | | | |
| 業績連動報酬 | | | | | | | | 9,984 | 9,492 | 9,252 |
| 株式報酬 | | | | | | | | | | |
| 寧夏富樂德石英材料有限公司 | | | | | | | | | | 7,648 |
| 固定報酬 | | | | | | | | | | |
| 業績連動報酬 | | | | | | | | | | |
| 株式報酬 | | | | | | | | | | 7,648 |
| 報酬合計 | 296,514 | 195,042 | 175,076 | 329,106 | 369,546 | 339,828 | 387,304 | 457,923 | 478,245 | 497,092 |
| 固定報酬 | 226,401 | 195,042 | 143,136 | 260,066 | 292,786 | 257,778 | 260,916 | 284,721 | 315,715 | 315,938 |
| 賞与 | 43,232 | 0 | 15.97 | 34.52 | 26,866 | 22,974 | 33.26 | | | |
| 業績連動報酬 | | | | | | | | 173,202 | 158,115 | 166,864 |
| 株式報酬 | | | | | | | | | 4,415 | 14,29 |
| 営業利益 | 4,124 | -3,608 | 798 | 1,671 | 4,025 | 5,678 | 8,437 | 8,783 | 6,013 | 9,641 |
| 当期純利益 | 1,715 | -6,532 | 1,392 | -35 | 2,162 | 3,256 | 2,678 | 2,846 | 1,785 | 8,281 |
| 報酬合計/当期純利益 | 17% | -3% | 13% | -953% | 17% | 10% | 14% | 16% | 27% | 6% |

出所：会社資料より MUMSS 作成

Appendix A

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリストは、本レポートで述べられている内容（複数のアナリストが関与している場合は、それぞれのアナリストが本レポートにおいて分析している銘柄にかかる内容）が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に関するアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明いたします。また、当該アナリストは、過去・現在・将来にわたり、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、直接又は間接的に報酬を一切受領しておらず、受領する予定もないことをここに証明いたします。

重要な開示事項

三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社（以下「MUMSS」）及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の1%以上を保有しています：フェローテックホールディングス

MUMSS 及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の0.5%超を保有しています：フェローテックホールディングス

上記保有開示について、上場から1ヵ月以内の会社については有価証券募集要綱(Offering Memorandum)の記載によります。また、保有割合は米国の適用法令に基づく計算方式により計算します。

MUMSS 及びその関連会社等は過去12ヵ月間に、次の会社の有価証券の募集又は売出し等に際し、主幹事又は共同幹事を務めたことがあります：フェローテックホールディングス

MUMSS 及びその関連会社等は過去12ヵ月間に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領しており及び／又は対価を得て投資銀行業務を提供するような契約を締結しています：フェローテックホールディングス

MUMSS 及びその関連会社等は今後3ヵ月以内に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領することを見込んでいるか、もしくは得ようとするを予定しています：フェローテックホールディングス

三菱UFJモルガン・スタンレー証券レーティングシステム:

個別銘柄に対するレーティングの定義

Overweight (OW) 当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が上位であるとアナリストが予想する場合

Neutral (N) 当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が中位であるとアナリストが予想する場合

Underweight (UW) 当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が下位であるとアナリストが予想する場合

NR レーティング及び目標株価を付与しない

RS 一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

中小型に分類された銘柄に対するレーティングの定義

Buy 絶対株価が上昇するとアナリストが予想する場合

Hold 絶対株価の変化が小さいとアナリストが予想する場合

Sell 絶対株価が下落するとアナリストが予想する場合

NR レーティング及び目標株価を付与しない

RS 一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

本レポートに目標株価が記載されている場合、特に断りがない限り、その達成の予測期間は今後12ヵ月間です。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券のレーティング分布（2022年5月25日付）

| レーティング項目 | 全対象銘柄 | 投資銀行部門顧客* |
|--------------------------|-------|-----------|
| Buy (Overweight, Buy) | 42.3% | 28.3% |
| Hold (Neutral, Hold) | 51.8% | 34.9% |
| Sell (Underweight, Sell) | 4.3% | 26.3% |
| その他 | 1.6% | 0% |

当該レーティング項目において、「Buy」は「Overweight」（個別銘柄）と「Buy」（中小型株）の合計、「Hold」は「Neutral」（個別銘柄）と「Hold」（中小型株）の合計、「Sell」は「Underweight」（個別銘柄）と「Sell」（中小型株）の合計に該当します。

*投資銀行部門顧客は過去12ヵ月間のデータに基づいて抽出され、レーティング項目ごとの投資銀行部門顧客比率を計算して表示しています。

その他開示事項

MUMSS は、MUMSS のリサーチ部門・他部門間の活動及び／又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関与する社員の通信・個人証券口座を監視するための適切な基本方針と手順等、組織上・管理上の制度を整備しています。

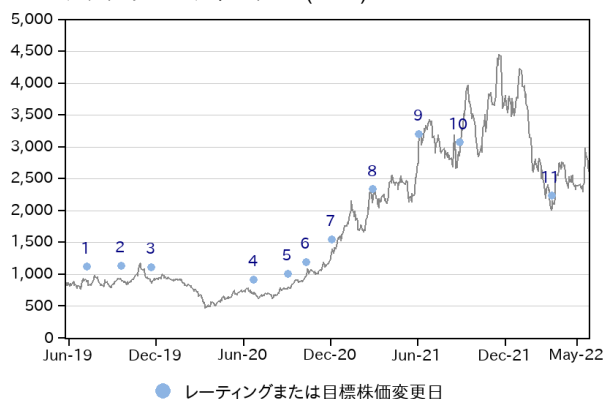
MUMSS の方針では、アナリスト、アナリスト監督下の社員、及びそれらの家族は、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の証券を保有することも、当該企業の、取締役、執行役又は顧問等の任務を担うことも禁じられています。また、リサーチレポート作成に関し未公表レポートの公表日時・内容を知っている者は、当該リサーチレポートの受領対象者が当該リサーチレポートの内容に基づいて行動を起こす合理的な機会を得るまで、当該リサーチに関連する金融商品（又は全金融商品）を個人的に取引することを禁じられています。

アナリストの報酬の一部は、投資銀行業務収入を含む MUMSS の収益に基づき支払われます。

MUMSS 及びその関連会社等は、本レポートに記載された会社が発行したその他の経済的持分又はその他の商品を保有することがあります。MUMSS 及びその関連会社等は、それらの経済的持分又は商品についての売り又は買いのポジションを有することがあります。

MUMSS の役員（以下、会社法（平成 17 年法律第 86 号）に規定する取締役、執行役、又は監査役又はこれらに準ずる者をいう）は、次の会社の役員を兼任しています：三菱UFJフィナンシャル・グループ

フェローテックホールディングス（6890）



| | 日付 | 株価 (円) | レーティング | 目標株価 (円) |
|----|------------|--------|--------|----------|
| 1 | 2019/07/08 | 902 | Buy | 2,100 |
| 2 | 2019/09/19 | 914 | Hold | 900 |
| 3 | 2019/11/20 | 889 | Hold | 820 |
| 4 | 2020/06/22 | 695 | Hold | 740 |
| 5 | 2020/09/02 | 790 | Hold | 720 |
| 6 | 2020/10/09 | 966 | Buy | 1,600 |
| 7 | 2020/12/02 | 1,331 | Buy | 1,800 |
| 8 | 2021/02/26 | 2,125 | Buy | 3,200 |
| 9 | 2021/06/03 | 2,985 | Buy | 4,200 |
| 10 | 2021/08/27 | 2,857 | Buy | 5,000 |
| 11 | 2022/03/08 | 2,012 | Buy | 4,600 |

2022年05月25日付履歴

過去12ヵ月間の担当アナリスト

2021/05/25 ~ 現在 : 長谷川 義人

本レポートの開示情報は以下のリンクにあるWEBディスクロージャーよりご参照ください。

<https://www.er.sc.mufg.jp/disclosure/disclosure.php>

また、その他開示事項など本資料に関するお問い合わせは、三菱UFJモルガン・スタンレー証券の最寄の店舗までご連絡ください。

欧州市場濫用規制に関する開示については、以下のリンクを参照してください。

<https://research.musi.com/DisclosuresSummary.aspx>

免責事項

本資料は、MUMSS が、本資料を受領される MUMSS 及びその関係会社等のお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨、あるいは特定の証券取引その他の金融商品取引の勧誘又は申込みを目的としたものではありません。

本資料内で MUMSS が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報を使用することはもとより、当該情報を入手することも禁じられています。MUMSS は株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ(以下「MUFG」)の子会社等であり、MUMSS の方針に基づき、MUFG については投資判断の対象としておりません。

本資料に含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。また、MUMSS 及びその関係会社等は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものでもなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。本資料に含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなく、更新の可能性があります。本資料内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、また、MUMSS は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。ここに示したすべての内容は、MUMSS の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、そのアドレス等が MUMSS 自身のものである場合を除き、ウェブサイト等の内容について MUMSS は一切責任を負いません。MUMSS は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している、あるいは今後発行する場合があります。また、MUMSS は関係会社等と完全に独立して資料を作成しています。そのため、本資料中の意見、見解、見通し、評価及び目標株価は、異なる情報源及び方法に基づき関連会社等が別途作成する資料に示されるものと乖離する場合があります。

本資料で直接あるいは間接に採り上げられている有価証券又は金融商品は、価格の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。本資料は、特定のお客様のための投資判断に向けられたものではなく、本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮して作成されているものではありません。本資料で言及されている有価証券や金融商品に関連する投資及びサービスは、全てのお客様にとって適切とは限りません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家及びファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。

MUMSS 及びその関係会社等は、お客様が本資料を利用したこと又は本資料に依拠したことによる結果のいかなるもの（直接・間接の損失、逸失利益及び損害を含みますが、これらに限られません）についても一切責任を負わないとともに、本資料を直接・間接的に受領するいかなる者に対しても法的責任を負うものではありません。最終投資判断はお客様自身においてなされなければならない、投資に対する一切の責任はお客様にあります。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆、又は保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。従って、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

MUMSS その他 MUFG 関係会社等、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本資料に言及された有価証券、同有価証券の派生商品及び本資料に記載された企業によって発行されたその他の有価証券を、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有したり、本資料で示された投資判断に反する取引を行ったり、マーケットメーカーとなったり、又は当該証券の発行体やその関係会社等に幅広い金融サービスを提供しもしくは同サービスの提供を図ることがあります。本資料の利用に際しては、上記の一つ又は全ての要因あるいはその他の要因により現実的もしくは潜在的な利益相反が起こりうることに留意ください。なお、MUMSS は、会社法第 135 条の規定により自己の勘定で MUFG 株式の取得を行うことを禁止されています。

本資料で言及されている有価証券、金融商品等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本資料の配布及び使用は、資料の配布・発行・入手可能性・使用が法令又は規則に反する、地方・州・国やその他地域の市民・国民、居住者又はこれらの地域に所在する個人もしくは法人を対象とするものではありません。

欧州経済地域: 本資料は、欧州経済地域において、MUFG のグループ会社である MUFG Securities (Europe) N.V. (以下「MUS (EU)」)。電話番号：+31-20-799-0200) 及び MUS (EU)のバリ支店により配布されます。MUS (EU)はオランダ国内において、Dutch Authority for the Financial Markets (オランダ金融市場庁、「AFM」) の認可及び規制、並びに De Nederlandsche Bank (オランダ銀行、「DNB」) の規制を受けています。また MUS (EU)バリ支店は、フランス国内において Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (仏健全性監督破綻処理機構、「ACPR」) 並びに Autorité des marchés financiers (フランス金融市場庁、「AMF」) の規制を受けています。

本資料は、professional client (プロ投資家) 又は eligible counterparty (適格カウンターパーティー) 向けに作成されたものであり、MIFID II Directive (2014/65/EU) に定義された retail clients (リテール投資家) を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されてはならないものです。MUS (EU)は、本資料を他の欧州経済地域加盟国においても professional investors (若しくはこれと同等の投資家) に配布する場合があります。本資料は MUS (EU)の組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。

英国: 本資料は英国において、MUFG のグループ会社である MUFG Securities EMEA plc. (以下「MUS(EMEA)」)。電話番号：+44-207-628-5555) により配布されます。MUS(EMEA)は英国国内において、Prudential Regulation Authority (プルーデンス規制機構、「PRA」) の認可及び Financial Conduct Authority (金融行動監視機構、以下「FCA」) と PRA の規制を受けています (FS Registration Number 124512)。本資料は、professional client (プロ投資家) 又は eligible counterparty (適格カウンターパーティー) 向けに作成されたものであり、FCA 規則に定義された retail clients (リテール投資家) を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されてはならないものです。

本資料は、MUS(EMEA)の組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。

米国: 本資料が米国において配布される場合、本資料は MUFG Securities Americas Inc. (以下「MUSA」) により配布されます。MUSA は、米国において Securities and Exchange Commission (「米国証券取引委員会」) に登録され、Financial Industry Regulatory Authority (金融取引業規制機構、「FINRA」) による規制を受けています (SEC# 8-43026; CRD# 19685)。

本資料が MUSA により配布される場合、本資料の配布対象者は機関投資家 (FINRA 規則 4512 (c)が定める「Institutional Accounts (機関投資家)」) になります。本資料が MUSA の米国外の関係会社等により米国内に配布される場合、本資料の配布対象者は 1934 年米国証券取引所法の規則 15a-6 に基づく major U.S. institutional investors (主要米国機関投資家) または U.S. institutional investors (米国機関投資家) に限定されます。MUSA 及びその関連会社等は本資料で言及されている証券の引受業務を行っている場合があります。本資料は有価証券の売買及びその他金融商品への投資等への勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。

IRS Circular 230 Disclosure (米国内国歳入庁 回示 230 に基づく開示): MUSA は税金に関するアドバイスの提供は行っていません。本資料内 (添付文書を含む) の税金に関する記述は、MUSA 及び関係会社以外の個人・法人が本資料で取り扱っている事項に関して勧誘・推奨を行う目的、または米国納税義務違反による処罰を回避する目的で使用することを意図したのではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

カナダ: 本資料がカナダにおいて配布される場合、本資料は MUFG Securities (Canada), Ltd. (以下「MUS(CAN)」)、MUS(EMEA)、MUSA により配布されます。

MUS(CAN)は、カナダにおいて Ontario Securities Commission (オンタリオ証券委員会、「OSC」) に登録され、カナダの各州及び準州においては Investment Industry Regulatory Organization of Canada (カナダ投資業規制機構、「IIROC」) のメンバーであり、Canadian

Investor Protection Fund（カナダ投資家保護基金、「CIPF」）のメンバーでもある投資ディーラーです。顧客口座はCIPFにより、指定された限度内で保護されます。

カナダにおいて、MUS(EMEA)およびMUSAはそれぞれ、International Dealer Exemptionの措置に基づき金融取引業者としての登録を免除されています。MUS(EMEA)は次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています：アルバータ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州、オンタリオ州、ケベック州。また、MUSAはカナダの全ての州及び準州において金融取引業者としての登録を免除されています。本資料がMUS(EMEA)またはMUSAにより配布される場合、本資料の配布対象はカナダにおけるNational Instrument 31-103によって定義されているpermitted clientに限定され、この定義に該当しない顧客への再配布は想定されていません。本資料がMUS(CAN)により配布される場合、本資料の配布対象は、IIROCのメンバーに適用されるルールによって定義されるinstitutional clientに限定され、この定義に該当しない顧客への再配布は想定されていません。本資料に含まれる情報は、いかなる場合においても、カナダの州、準州において、目論見書、広告、公募又は本資料に記載の証券の売買の勧誘若しくは申込みを目的としたものではありません。また、いかなる場合においても、本資料に含まれる情報は、カナダの州、準州において投資上のアドバイスとして解釈されるものではなく、また顧客のニーズを考慮して作成されているものではありません。

日本: 本資料が日本において配布される場合、その配布はMUFGのグループ会社であり、金融庁に登録された金融商品取引業者であるMUMSSが行います。

国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.43%（税込み）（ただし約定代金193,000円以下の場合は最大2,750円（税込み））の手数料が必要となります。

債券取引には別途手数料はかかりません。手数料相当額はおお客様にご提示申し上げる価格に含まれております。

外国株式に関する資料は、Form 10-K等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書（Annual Report）、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。

本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません（金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く）。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

外国株式を委託取引で売買する際は、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のある部までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大1.1%（税込み）の手数料が必要となります。外国株式を国内店頭取引で売買する際は、対価のみの受払いとなります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

非上場債券（国債、地方債、政府保証債、社債）を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

シンガポール: 本レポートがシンガポールにおいて配布される場合、MUFG Securities Asia Limited Singapore Branch（以下、MUS(ASIA)シンガポール支店）とのアレンジに基づき配布されます。MUFG Securities Asia Limitedは香港の法律に準じた組織であり、Hong Kong Securities and Futures Commission（香港証券先物取引委員会；Central Entity Number AAA889）の規制を受けています。MUS(ASIA)シンガポール支店はSecurities and Futures Act（“SFA”）in Singaporeの規制に基づき、キャピタルマーケット・サービス・ライセンス（“CMS Licence”）を有しております。

本レポートの配布対象者は、Financial Advisers RegulationのRegulation 2に規定されるinstitutional investors、accredited investors、expert investorsに限定されます。本レポートは、これらの投資家のみによる使用を目的としており、それ以外の者に対して配布、転送、交付、頒布されてはなりません。本レポートがaccredited investors及びexpert investorsに配布される場合、MUS(ASIA)シンガポール支店はFinancial Advisers Actの次の事項を含む一定の事項の遵守義務を免除されます。第25条：一定の投資商品に関してファイナンシャル・アドバイザーが全ての重要情報を開示する義務、第27条：ファイナンシャル・アドバイザーが合理的な根拠に基づいて投資の推奨を行う義務、第36条：ファイナンシャル・アドバイザーが投資の推奨を行う証券に対して保有する権利等について開示する義務。本レポートを受領されたお客様で、本レポートから又は本レポートに関連して生じた問題にお気づきの方は、MUS(ASIA)シンガポール支店にご連絡ください。

香港: 本資料が香港において配布される場合、本資料はMUFGのグループ会社であるMUFG Securities Asia Limited（以下「MUS(ASIA)」。電話番号：+852-2860-1500）とのアレンジに基づき配布されます。MUS(ASIA)はHong Kong Securities and Futures Ordinanceに基づいた認可、及びSecurities and Futures Commission（香港証券先物取引委員会；Central Entity Number AAA889）の規制を受けています。本資料はSecurities and Futures Ordinanceにより定義されるprofessional investorを配布対象として作成されたものであり、この定義に該当しない顧客に配布されてはならないものです。

その他の地域: 本資料がオーストラリアにおいて配布される場合、MUS(ASIA)又はMUS(ASIA)シンガポール支店により配布されています。MUS(ASIA)はAustralian Securities and Investment Commission (ASIC) Class Order Exemption CO 03/1103に基づき、Corporations Act 2001が定める金融サービスの提供者によるオーストラリア金融業免許の保有義務を免除されています。MUS(ASIA)シンガポール支店はASIC Class Order Exemption CO 03/1102により同様に義務を免除されています。本資料はオーストラリアのCorporations Act 2001に定義されるwholesale clientのみを配布対象としております。

本資料は、インドネシアにおいて複製・発行・配布されてはなりません。また中国（中華人民共和国「PRC」を意味し、PRCの香港特別行政区・マカオ特別行政区、及び台湾を除く）において、複製・発行・配布されてはなりません（ただし、PRCの適用法令に準拠する場合は除きます）。

Copyright © Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

本資料はMUMSSの著作物であり、著作権法により保護されております。MUMSSの書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-8127

東京都千代田区大手町1丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

（商号） 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2336号

（加入協会） 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会